

PENDEKATAN *ERROR CORRECTION MODEL* SEBAGAI PENENTU HARGA SAHAM

David Kaluge

Fakultas Ekonomi Universitas Brawijaya
Jl. MT.Haryono No.165 Malang, 65145

Abstract

This research was to find the effect of profitability, rate of interest, GDP, and foreign exchange rate on stock prices. Approach used was error correction model. Profitability was indicated by variables EPS, and ROI while the SBI (1 month) was used for representing interest rate. This research found that all variables simultaneously affected the stock prices significantly. Partially, EPS, PER, and Foreign Exchange rate significantly affected the prices both in short run and long run. Interestingly that SBI and GDP did not affect the prices at all. The variable of ROI had only long run impact on the prices.

Key words: *error correction model, short run impact, long run impact, stock prices.*

Pada keadaan normal, jika tidak terjadi peristiwa yang mengejutkan, keyakinan para pelaku pasar modal untuk membeli atau menjual saham tentunya didasarkan pada pertimbangan fundamental atau prospek perusahaan publik tersebut di masa datang. Keyakinan tersebut bukanlah tanpa dasar, namun perlu ada alasan yang mendasar untuk membeli atau menjual saham. Alasan inilah yang diolah para analis fundamental. Mereka menganalisis faktor-faktor utama yang berpengaruh pada kinerja perusahaan-perusahaan publik, guna memperkirakan naik-turunnya harga saham perusahaan tersebut. Dan hasil akhir penelaahan para analisis fundamental tertuang dalam rekomendasinya (beli, jual, atau tahan), yang selanjutnya digunakan oleh investor dalam pengalokasian dananya. Menurut Susanto (2002), untuk tiba pada tahap rekomendasi, mereka harus memperkirakan paling sedikit pengaruh pergerakan nilai tukar, suku bunga, inflasi, premi risiko, kenaikan upah, dan PDB

pada pembentukan profitabilitas perusahaan yang diliputnya. Estimasi PDB akan menentukan besar-kecilnya pasar yang pada akhirnya menentukan skala omzet perusahaan, sementara inflasi dijadikan barometer ketatnya kompetisi. Variabel makro-ekonomi lainnya akan menentukan harga pokok produksi, biaya operasi dan nonoperasi. Pemahaman yang kuat tentang pergerakan variabel ekonomi sangat menentukan kualitas rekomendasi para analis.

Oleh karena itu, investor perlu memiliki sejumlah informasi yang terkait dengan perubahan harga saham agar dapat mengambil suatu kesimpulan tentang saham-saham perusahaan yang akan dipilih. Sehingga penilaian saham secara akurat perlu dilakukan mengingat investasi saham di pasar modal merupakan jenis investasi yang cukup berisiko meskipun menjanjikan keuntungan yang relatif besar. Kelaziman yang sering dijumpai adalah bahwa semakin besar *return* yang diharapkan, semakin besar pula peluang risiko yang diterima.

Korespondensi dengan Penulis:
David Kaluge: Telp. +62 341 418 871
E-mail: dkaluge@gmail.com

Pada akhirnya, analisis investasi saham merupakan sesuatu yang sangat penting untuk memperkirakan harga saham normal. Hal ini dilakukan untuk mencegah adanya kerugian, sebab para investor lebih dahulu melakukan analisis yang tepat dan rasional. Kegiatan-kegiatan dalam membentuk rumusan penilaian harga saham telah banyak dilakukan oleh analis keuangan agar dapat digunakan sebagai dasar untuk memperoleh tingkat keuntungan yang optimal.

Keadaan perekonomian, kondisi pasar modal, dan perubahan pada perusahaan yang *go public* merupakan beberapa faktor penting dalam penilaian atas suatu saham, termasuk juga referensi investor terhadap risiko. Sehingga, kinerja keuangan suatu perusahaan menjadi salah satu faktor yang dipertimbangkan oleh investor, dan secara internal mencerminkan efektif tidaknya pengelolaan perusahaan, selanjutnya mampu menaikkan return pemegang saham. Adapun dari bermacam-macam ukuran kinerja keuangan, nilai profitabilitas merupakan salah satu ukuran yang menunjukkan keseluruhan kinerja perusahaan. Dalam penelitian ini, nilai-nilai profitabilitas perusahaan dapat ditunjukkan oleh *earning per share* (EPS), *price earning ratio* (PER), dan *return on investment* (ROI). Selain itu, terdapat juga faktor-faktor di luar perusahaan yang dapat mempengaruhi harga saham, yaitu tingkat bunga SBI, *gross domestic product* (GDP), dan nilai tukar.

Permintaan seseorang atau suatu masyarakat pada barang tertentu ditentukan oleh banyak faktor. Faktor-faktor yang memiliki peranan penting dalam besarnya permintaan, menurut mikro ekonomi, antara lain: harga barang yang bersangkutan, harga barang lain yang berkaitan erat dengan dengan barang tersebut, pendapatan rumah tangga dan pendapatan rata-rata masyarakat, corak distribusi pendapatan dalam masyarakat, cita rasa masyarakat, jumlah penduduk, dan ramalan mengenai keadaan di masa akan datang.

Suatu perusahaan dapat menjual hak kepemilikan dalam bentuk saham. Saham dapat didefinisikan sebagai surat berharga untuk membuktikan penyertaan atau kepemilikan individu maupun institusi dalam sebuah perusahaan. Apabila seorang investor melaku-

kukan pembelian saham suatu perusahaan, maka ia akan menjadi pemilik dan disebut sebagai pemegang saham perusahaan tersebut (Anoraga dan Pakarti, 2003). Biasanya seseorang sebelum membeli sebuah saham, perlu melakukan penilaian atas prospek saham tersebut. Dalam melakukan penilaian saham, terdapat 2 pendekatan yang umum digunakan yaitu analisis fundamental dan analisis teknikal (Husnan, 2003).

Karena perusahaan berada dalam suatu suprasistem, yaitu lingkungan. Sehingga usaha untuk memperkirakan prospek suatu sekuritas harus dikaitkan dengan memahami siklus usaha secara umum (perekonomian), industri, dan akhirnya mengevaluasi kinerja emiten (perusahaan) dan sekuritas yang diterbitkan. Analisis fundamental ini meliputi beberapa aspek berdasarkan cakupannya antara lain analisis ekonomi, analisis industri, dan analisis perusahaan.

Dalam analisis ekonomi diasumsikan pasar modal mencerminkan pengaruh perekonomian makro dimana nilai investasi ditentukan oleh aliran kas yang diharapkan serta tingkat investasi yang disyaratkan. Faktor-faktor tersebut sangat dipengaruhi oleh perubahan lingkungan ekonomi makro. Estimasi terhadap variabel variabel tersebut, yaitu aliran kas, bunga, ataupun premi risiko suatu sekuritas, perlu mempertimbangkan keadaan ekonomi makro (Tandelilin, 2001).

Analisis industri pada umumnya dilakukan setelah analisis ekonomi. Pada analisis ini, investor memperbandingkan kinerja berbagai industri dengan maksud mengetahui industri yang paling menguntungkan ataupun sebaliknya. Nilai sekuritas akan sangat dipengaruhi oleh tingkat penjualan dan laba perusahaan. Melalui analisis industri diharapkan dapat diketahui besarnya tingkat penjualan serta laba perusahaan, umumnya akan terkait dengan kondisi industri.

Analisis perusahaan antara lain dapat dilakukan dengan mengamati kinerja operasional perusahaan. Untuk itu, laporan keuangan perusahaan memiliki tempat yang sangat penting karena kondisi ke-

uangan akan mempengaruhi kemampuan untuk membagikan deviden. Bagi para investor, informasi yang didapat dari laporan keuangan perusahaan merupakan salah satu jenis informasi yang relatif mudah dan paling murah didapatkan dibanding alternatif informasi lainnya. Selain itu, laporan keuangan sudah cukup menggambarkan perkembangan kondisi selama ini dan apa saja yang telah dicapai.

Analisis teknikal merupakan suatu teknik analisis harga saham yang menggunakan data atau catatan mengenai pasar itu sendiri untuk mengakses permintaan dan penawaran suatu saham tertentu maupun pasar secara keseluruhan. Analisis teknikal memfokuskan pada ketepatan waktu atau penekanannya hanya pada perubahan harga dengan berdasar pada faktor-faktor internal melalui analisis pergerakan di dalam pasar, selain itu juga cenderung lebih berkonsentrasi pada jangka pendek karena teknik-teknik analisis teknikal dirancang untuk mendeteksi pergerakan harga dalam jangka waktu relatif pendek.

Salah satu tujuan utama manajemen keuangan suatu perusahaan yaitu memaksimalkan keuntungan pemegang saham dengan cara mengoptimalkan nilai sekarang dari saham mereka, serta semua keuntungan di masa akan datang. Ukuran yang sering digunakan untuk melihat baik buruknya kinerja perusahaan adalah rasio perusahaan yang bersangkutan. Menurut Gitman (1991), rasio-rasio keuangan perusahaan terbagi dalam empat kategori, yaitu: rasio likuiditas, rasio aktivitas, rasio solvabilitas, dan rasio profitabilitas.

Dari macam-macam ukuran kinerja tersebut, investor melihat nilai profitabilitas sebagai salah satu ukuran yang menunjukkan keseluruhan kinerja. Rasio profitabilitas disini merupakan penilaian secara luas dan dianggap memiliki kevalidan bila digunakan sebagai alat ukur dari hasil pelaksanaan operasi perusahaan. Hal ini dikarenakan rasio profitabilitas menunjukkan keseluruhan kinerja perusahaan yang merupakan dampak dari sejumlah gabungan keputusan atas likuiditas, pengelolaan aset-aset, dan pengelolaan hutang sebagai hasil kegiatan operasi perusahaan (Brigham & Gapenski, 1993).

Variabel yang termasuk dalam rasio profitabilitas antara lain: *return on investment* (ROI), *earning per share* (EPS), dan *price earning ratio* (PER). *Return on investment* (ROI), berguna untuk mengukur kemampuan perusahaan dalam menghasilkan keuntungan dengan menggunakan seluruh dana dalam aktiva yang digunakan untuk operasional perusahaan. Menurut Fakrudin dan Hadiano (2001), semakin besar ROI menunjukkan semakin efisien perputaran asset perusahaan tersebut dan semakin besar pula *profit margin* yang diperoleh perusahaan.

Earning per share (EPS), informasi EPS suatu perusahaan menunjukkan besarnya laba bersih yang diperoleh perusahaan serta siap dibagikan pada pemegang saham perusahaan. Para calon pemegang saham sangat tertarik dengan nilai EPS yang besar, karena hal ini menunjukkan salah satu indikator keberhasilan perusahaan (Syamsuddin, 2000).

Price earning ratio (PER), melalui perhitungan PER dapat diketahui nilai intrinsik perusahaan yang selanjutnya dapat digunakan sebagai dasar penilaian kinerja. Investor bersedia membeli saham dengan PER yang tinggi, karena mereka mengharapkan memperoleh aliran kas yang masuk lebih besar di masa akan datang.

Beberapa hasil penelitian menyebutkan bahwa harga saham memiliki hubungan yang berkebalikan dengan tingkat bunga, pada saat tingkat bunga memiliki nilai yang rendah maka akan berdampak positif terhadap harga saham. Oleh karena itu, di saat tingkat bunga relatif lebih tinggi maka hasrat individu untuk menginvestasikan uang dalam tabungan ataupun deposito akan mengalami peningkatan, sedangkan investasi dalam bentuk saham akan berkurang sehingga permintaan akan saham mengalami penurunan dan pada akhirnya dapat menyebabkan penurunan harga saham.

Menurut Susanto (2002), gerak harga saham banyak ditentukan oleh PDB, tidak sebaliknya karena korelasinya searah. Fluktuasi harga saham tidak mempengaruhi nilai tambah karena yang terjadi hanyalah transfer daya beli di antara para pelaku

pasar. Pasang surutnya perekonomian, yang kerap diukur dalam PDB, mempengaruhi estimasi harga saham perusahaan lewat persepsi para pemain dan analisis tentang tingkat kesehatan ekonomi.

Secara teoritis, melemahnya nilai mata uang domestik baik secara *short-run* maupun *long-run* cenderung tidak memberikan keuntungan bagi pasar saham domestik. Pada sebuah perekonomian yang memiliki nilai impor signifikan, pengaruh tidak menguntungkan dari depresiasi mata uang pada impor akan menyebabkan lesunya (*bearish*) pasar saham pada *long-run*. Sedangkan pada jangka pendek, depresiasi mata uang domestik dapat berpengaruh tidak menguntungkan pada pasar saham karena pasangan dari depresiasi pasar modal adalah inflasi yang akan menimbulkan efek kurang menguntungkan pada pasar saham. Inflasi juga akan mendorong investor internasional untuk mengurangi portofolio aset domestik mereka, sehingga menurunkan pasar saham pada jangka panjang (Setyorini & Supriyadi, 2001).

Fungsi Permintaan dan Penawaran Saham:

$$Q_{s,t}^d = f(\text{ROI}, \text{EPS}, \text{PER}, \text{SBI}, \text{KURS}, \text{GDP})$$

$$Q_{s,t}^s = g(\text{HS}_t^e)$$

atau

$$Q_{s,t}^d = a_0 + a_1 \text{ROI} + a_2 \text{EPS} + a_3 \text{PER} + a_4 \text{SBI} + a_5 \text{KURS} + a_6 \text{GDP} + e_1$$

$$Q_{s,t}^s = b_0 + b_1 \text{HS}_t^e + e_2 \quad (\text{Asumsi Perfect foresight})$$

$$Q_{s,t}^d = Q_{s,t}^s$$

$$\text{HS} = \beta_0 + \beta_1 \text{ROI} + \beta_2 \text{EPS} + \beta_3 \text{PER} + \beta_4 \text{SBI} + \beta_5 \text{KURS} + \beta_6 \text{GDP} + \varepsilon$$

Keterangan: HS = harga saham.

Berdasarkan pada latar belakang dan kajian teori diduga terdapat pengaruh yang signifikan pada jangka pendek maupun pada jangka panjang dari *earning per share* (EPS), *price earning ratio* (PER), *return on investment* (ROI), suku bunga SBI, *gross domestic product* (GDP), dan kurs terhadap harga saham.

METODE

Penelitian ini sengaja mengambil kasus saham PT. Gudang Garam, Tbk. Sedangkan obyek analisis yang digunakan dalam penelitian ini adalah harga saham dan faktor-faktor yang mempengaruhinya.

Adapun faktor-faktor yang mempengaruhi harga saham dalam penelitian ini, yaitu EPS, PER, ROI, suku bunga SBI, GDP, dan kurs. Metode dan tahapan analisa pada penelitian ini, meliputi: uji akar-akar unit untuk mengamati apakah variabel tersebut akan stasioner dalam jangka panjang. Pengujian dilakukan dengan menggunakan Augmented Dickey Fuller (ADF). Model uji akar unit Dickey-Fuller untuk menentukan stasioner atau tidaknya data *time series* dengan penaksiran otoregresif adalah:

$$\Delta X_t = a_0 + a_1 B X_t + \sum_{i=1}^k d_i B^i \Delta X_t + e_t$$

$$\Delta X_t = c_0 + c_1 T + c_2 B X_t + \sum_{i=1}^k d_i B^i \Delta X_t + e_t$$

Keterangan:

$$\Delta X_t = X_t - X_{t-1}$$

$$B X_t = X_{t-1}$$

T = trend waktu

X_t = variabel yang diamati pada periode t

B = operasi kelambanan waktu ke hulu

k = besarnya waktu kelambanan dimana $k = N^{1/3}$, N adalah jumlah sampel

ADF juga membantu untuk menentukan tingkat integrasi dari data yang ada apakah distributinya I(0), I(1), atau I(2).

Uji kointegrasi: untuk data tidak stasioner yang mempunyai distribusi integrasi yang sama, akan diidentifikasi apakah terjadi kointegrasi di antara mereka. Jika kombinasi linier diantara variabel variabel yang mempunyai tingkat kointegrasi yang sama bisa menghasilkan suatu distribusi yang stasioner, maka dikatakan terdapat kointegrasi. Jika tidak, maka tidak ada kointegrasi diantara variabel variabel yang tidak stasioner tersebut.

Model Koreksi Kesalahan (*Error Correction Model*)

Model dasar yang memiliki variabel non-stasioner kemudian bisa dimodifikasi dengan meli-

Pendekatan *Error Correction Model* Sebagai Penentu Harga Saham

David Kaluge

batkan komponen kointegrasi sehingga menghasilkan suatu model baru yang stasioner. Model baru ini dikenal dengan nama *Error Correction Model* (ECM).

HASIL

Uji Akar-Akar unit dan Uji Derajat integrasi

Hasil pengujian akar-akar unit (*unit root*) berdasarkan ADF memperlihatkan bahwa data runtun waktu EPS, PER, ROI, suku bunga SBI, GDP, dan nilai tukar adalah tidak stasioner dan mengandung suatu akar unit. Semua variabel ini mempunyai distribusi dengan derajat intergrasi I(1).

Uji Kointegrasi

Uji kointegrasi dapat dilakukan pada seluruh variabel penelitian dengan langkah-langkah sebagai berikut: pertama, melakukan estimasi pada variabel-variabel yang mempunyai derajat integrasi yang sama dengan metode kuadrat terkecil biasa:

$$\begin{aligned} HS_t = & -4814.93 + 7.27 * EPS_t + 935.16 * PER_t + 42.77 * ROI_t \\ & (-2.326)** (4.899)* (19.605)* (2.198)** \\ & + 17.56 * SBI_t - 25.09 * GDP_t - 0.21 * KURS_t \\ & (0.587) (-0.315) (-1.912)*** \end{aligned}$$

Berdasarkan hasil regresi ini maka diduga terdapat dua kelompok yang berkointegrasi secara terpisah. Kelompok pertama terdiri dari variabel HS, EPS, PER, ROI, dan Kurs. Sedangkan kelompok kedua yang mungkin berkointegrasi adalah variabel SBI dan GDP.

Kedua, mengecek kembali kointegrasi kedua kelompok tersebut dan menentukan *Error Correction Term* (ECT). Adapun persamaan dari masing-masing ECT_{t-1} adalah:

$$\begin{aligned} ECT1_{t-1} = & (3811.29 + HS_{t-1} - 6.32 * EPS_{t-1} - 952.16 * PER_{t-1} - 42.98 * ROI_{t-1} \\ & (5.087)* (19.580)* (2.589)** \\ & + 0.218 * KURS_{t-1}) \\ & (-1.835)*** \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} ECT2_{t-1} = & (-21.499 + SBI_{t-1} - 2.09 * GDP_{t-1}) \\ & (-7.734)*** \end{aligned}$$

Estimasi ECM

Hasil estimasi OLS dari persamaan ECM, yaitu:

$$\begin{aligned} \Delta HS_t = & -179.97 + 5.65 \Delta EPS_t + 817.26 \Delta PER_t - 25.74 \Delta ROI_t - 51.86 \Delta SBI_t \\ & (-1.571) (4.882)** (14.282)* (-0.710) (-0.872) \\ & + 51.30 \Delta GDP_t - 0.24 \Delta KURS_t - 1.07 * ECT1_{t-1} - 31.37 * ECT2_{t-1} \\ & (0.621) (-1.812)*** (-4.852)* (-0.795) \end{aligned}$$

Dengan mengeluarkan yang tidak signifikan dan dikembalikan ke model HS, maka diperoleh:

$$\begin{aligned} HS_t = & -4258.05 + 5.65 * EPS_t + 817.26 * PER_t - 0.24 * KURS_t - 0.07 * HS_{t-1} \\ & + 1.11 * EPS_{t-1} + 201.55 * PER_{t-1} + 45.99 * ROI_{t-1} - 0.04 * KURS_{t-1} \end{aligned}$$

Dengan nilai F-statistik sebesar 62.172, menunjukkan bahwa secara bersama-sama variabel bebas memiliki pengaruh yang signifikan terhadap harga saham secara umum. Dari hasil analisis regresi tersebut juga ditampilkan pula besaran R^2 sebesar 97,26%. Hal ini menunjukkan bahwa variabel independen, yaitu: EPS, PER, ROI, suku bunga SBI, GDP, dan nilai tukar mempengaruhi harga saham sebesar 97,26%.

Berdasar hasil estimasi uji stasioneritas data, diketahui model ECM bisa digunakan dan valid karena kesalahan penggangguannya memenuhi kriteria *whitenoise* yakni stasioner, *homoscedastic* dan tidak terdapat *serial correlation*.

PEMBAHASAN

Diketahui bahwa variabel EPS berpengaruh secara signifikan dalam jangka pendek dengan nilai koefisien EPS sebesar 5,65 dan EPS pada periode lalu sebesar 1.11. Dari angka tersebut dapat dikatakan bahwa antara EPS dan harga saham terjadi hubungan yang positif, hal ini sesuai dengan teori yang dikemukakan oleh Syamsuddin (2000) bahwa pada umumnya manajemen perusahaan, pemegang saham, dan calon pemegang saham sangat tertarik akan informasi angka EPS suatu perusahaan. Ketertarikan ini dapat terjadi karena nilai EPS menggambarkan jumlah rupiah yang diperoleh untuk setiap lembar saham biasa. Para calon pemegang

saham sangat tertarik dengan nilai EPS yang besar, karena hal ini menunjukkan salah satu indikator keberhasilan perusahaan. Oleh karenanya permintaan akan saham perusahaan akan meningkat, keadaan ini memungkinkan pemegang saham mendapatkan *capital gain*. *Capital gain* ini berdampak pada peningkatan permintaan dan otomatis dapat mendorong naiknya harga saham.

Sedangkan pengaruh EPS terhadap harga saham dalam jangka panjang juga signifikan. Hal ini menjadikan EPS sebagai salah satu informasi yang dianggap mendasar dan berguna, karena dengan adanya data EPS maka dapat diketahui kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba tiap lembar sahamnya serta dapat juga menggambarkan prospek earning perusahaan di masa akan datang (Tandelilin, 2001). Dengan adanya peningkatan laba perusahaan maka harga saham cenderung meningkat, sedangkan ketika laba mengalami penurunan maka harga saham juga ikut turun. Artinya naik atau turunnya laba per saham secara parsial dan nantinya berpengaruh pada harga saham di pasar bursa.

Selanjutnya sebagai salah satu bentuk dari rasio profitabilitas, PER juga memperlihatkan pengaruh yang signifikan terhadap harga saham dengan ditunjukkan besarnya koefisien jangka pendek PER yaitu 817,26 dan PER pada periode sebelumnya yaitu 201,55. Hal ini mengindikasikan bahwa dengan ditunjukkan adanya PER yang tinggi, maka perusahaan tersebut juga menunjukkan nilai pertumbuhan yang tinggi. Sehingga dengan nilai PER yang tinggi tersebut diharapkan terdapat aliran *cash flow* yang lebih besar di masa yang akan datang. Selain itu dengan hasil ini, maka perubahan PER juga dapat berpengaruh pada kemampuan saham untuk berkembang karena nilai PER juga menunjukkan jumlah laba yang dihasilkan perusahaan yang pada akhirnya juga berpengaruh dalam penentuan jumlah deviden yang akan dibayarkan perusahaan pada nantinya.

Variabel ROI menunjukkan pengaruh yang kuat terhadap harga saham dalam jangka pendek dengan koefisien ROI periode lampau sebesar 45,99

begitu juga dalam jangka panjang menunjukkan pengaruh yang signifikan. Hal ini dapat berarti bahwa investor cenderung mengharapkan informasi laba yang sebenarnya. Dalam hal ini ROI, dihitung dengan menggunakan laba bersih setelah pajak dan bunga. Laba ini menjadi sangat penting maka kinerja laba pada periode lalu akan sangat menentukan harga saham periode sekarang.

Nilai koefisiennya dalam jangka panjang sebesar 46,411 dan probabilitas sebesar 0.0003 (signifikan pada level 10%). Dari nilai tersebut dapat disimpulkan bahwa arah pengaruh ROI terhadap harga saham yaitu positif. Pernyataan ini sesuai dengan teori yang menyebutkan bahwa ROI menunjukkan tingkat penghasilan bersih yang dapat diperoleh dari total aktiva perusahaan, sehingga semakin besar ROI akan semakin efisien pula perputaran aset perusahaan tersebut dan semakin besar pula *profit margin* yang diperoleh perusahaan. Hal ini mengindikasikan adanya kinerja perusahaan yang semakin baik, implikasinya dapat berupa peningkatan nilai perusahaan, dengan meningkatnya nilai perusahaan tersebut akan direspon oleh pasar dalam bentuk semakin meningkatnya permintaan, yang memungkinkan harga pasar saham tersebut meningkat. Selain itu pengaruh ROI yang positif ini sejalan dengan teori Modigliani & Miller (teori MM) yang menyatakan bahwa perusahaan ditentukan oleh *earning power* dari aset perusahaan.

Selanjutnya variabel suku bunga SBI yang sering dilihat sebagai suatu faktor eksternal yang mempengaruhi harga saham, ternyata tidak terbukti. Suku bunga SBI tidak memperlihatkan pengaruh nyata dalam jangka pendek maupun dalam jangka panjang. Keadaan ini dapat disebabkan oleh pengendalian moneter melalui instrumen SBI yang masih mengalami kesulitan untuk menyerap uang primer, khususnya komponen uang kartal, meskipun suku bunga tersebut telah mengalami peningkatan. Hal ini bisa disebabkan oleh terbatasnya ruang gerak bagi peningkatan suku bunga sebagai konsekuensi dari kebijakan moneter yang cenderung ketat. Penggunaan

piranti SBI di tengah-tengah keterbatasan ruang gerak menyebabkan kenaikan suku bunga tersebut menjadi semakin kurang efektif sehubungan dengan tidak diresponnya sinyal kebijakan moneter oleh perbankan secara proporsional. Hal ini mungkin terkait dengan masih belum pulihnya fungsi intermediasi perbankan serta telah diperkirakan perubahan tingkat bunga SBI yang menjadikan kebijakan-kebijakan terhadap akan adanya kenaikan suku bunga dapat dipersiapkan lebih awal.

Oleh karena tidak berpengaruhnya perubahan SBI dapat menyebabkan dana yang tersedia di masyarakat tidak mengalir dalam bentuk simpanan di bank sehingga memungkinkan permintaan untuk berinvestasi ke dalam bentuk saham perusahaan tidak mengalami perubahan. Atau di sisi perusahaan sendiri, terjadinya perubahan suku bunga SBI yang tidak direspon oleh perbankan menyebabkan tingkat suku bunga kredit juga tidak mengalami kenaikan sehingga otomatis tidak pula berdampak pada bertambahnya beban bunga yang ditanggung perusahaan. Akhirnya keadaan ini dapat menjaga kondisi kinerja keuangan perusahaan tetap stabil, yang biasanya kondisi kinerja keuangan inilah sebagai indikator naik turunnya permintaan terhadap saham perusahaan bersangkutan.

Variabel GDP juga tidak menunjukkan pengaruh yang nyata. Perilaku pasar modal yang bergerak dalam jangka pendek tidak banyak ditentukan oleh fundamental jangka panjang seperti GDP. Peristiwa peristiwa jangka pendek lebih menentukan keputusan jangka pendek di pasar modal. Jika ada keadaan yang abnormal (seperti adanya bom, kerusuhan, dsb), pertimbangan fundamental pun dikebelakangkan. Pada saat tersebut investor lebih mengedepankan risiko dalam melakukan pertimbangan untuk berinvestasi, sedangkan *return* sebagai prioritas berikutnya.

Pernyataan ini sesuai dengan penelitian Susanto (2002) dimana harga saham terjerembab setelah tragedi di Bali, sekalipun GDP menunjukkan keadaan yang terus bergerak naik. Inilah pengaruh sentimen pasar yang bisa membuat GDB dan harga sa-

ham tidak memiliki pengaruh yang signifikan. Hal ini karena peristiwa tersebut tidak hanya sekejap mengubah fundamental perekonomian Indonesia, tetapi juga seketika mengubah persepsi tentang prospek negara ini di mata para pelaku pasar modal. Keyakinan para pelaku pasar dalam sekejap jatuh, karena tragedi ini memunculkan ketidakpastian, bahkan membuat risiko menjadi tak terukur (apa pun bisa terjadi).

Hasil estimasi persamaan ECM juga telah mengetahui nilai parameter dari variabel nilai tukar dalam angka pendek ($KURS_t$) sebesar -0.24 (signifikan pada level 10%) dan $KURS_{t-1}$ sebesar -0.04. Dalam jangka panjang, pengaruhnya juga signifikan dengan nilai probabilitas sebesar 0.0003, selain itu dengan melihat pada koefisiennya maka arah pengaruh nilai tukar terhadap harga saham adalah negatif. Hasil ini telah membuktikan bahwa melemahnya nilai mata uang domestik baik jangka pendek maupun dalam jangka panjang cenderung tidak memberikan keuntungan bagi pasar saham domestik. Pada sebuah negara yang perekonomiannya memiliki nilai impor signifikan, pengaruh tidak menguntungkan dari depresiasi mata uang pada impor akan menyebabkan lesunya (*bearish*) pasar saham pada jangka panjang. Sedangkan pada jangka pendek, depresiasi mata uang domestik dapat berpengaruh tidak menguntungkan pada pasar saham karena pasangan dari depresiasi pasar modal adalah inflasi yang akan menimbulkan efek kurang menguntungkan pada pasar saham. Inflasi juga akan mendorong investor internasional untuk mengurangi portofolio aset domestik mereka, sehingga menurunkan pasar saham pada jangka panjang (Setyorini & Supriyadi, 2000).

KESIMPULAN DAN SARAN

Kesimpulan

Perubahan EPS, PER, ROI, suku bunga SBI, GDP, dan nilai tukar rupiah terhadap dollar Amerika secara bersama-sama dapat digunakan sebagai variabel untuk memprediksi perubahan harga saham. Pada pengujian secara parsial, telah diketahui bahwa EPS,

PER, ROI, dan nilai tukar memiliki pengaruh yang signifikan terhadap harga saham, baik itu pengaruhnya dalam jangka pendek maupun dalam jangka panjang. Pengaruh *autoregressive* dari harga saham bernilai negatif yang mengindikasikan bahwa harga saham akan berfluktuasi.

DAFTAR PUSTAKA

- Brigham, E. F. & Gapenski, L.C. 1993. *Intermediate Financial Management*. Ed⁴, Harcourt Brace Jovanovich.
- Fakruddin, M. & Hadiano. 2001. *Perangkat dan Model Analisis Investasi di Pasar Modal Indonesia*. Jakarta, Elek Media Komputindo.
- Gitman, L.J. 1991. *Principles of Managerial Finance*. Ed⁶, Harper Collins Publishers. Inc.
- Husnan, S. 2003. *Dasar-dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas*. Ed³. Cetakan Ketiga. Yogyakarta, UPP AMP YKPN.
- Setyorini & Supriyadi. 2000. Hubungan Dinamis Antara Nilai Tukar Rupiah Dan Harga Saham Di Bursa Efek Jakarta Pasca Penerapan Sistem Devisa Bebas Mengambang. *Jurnal Akuntansi dan Auditing Indonesia*, Vol.5, No.1.
- Susanto, S. 2002. Peran Fundamental Ekonomi dan Sentimen di Bursa Efek. www.kompas.com, 19-9-2005.
- Syamsuddin, L. 2000. *Manajemen Keuangan Perusahaan*. Raja Grafindo Persada. Jakarta.
- Tandelilin, E. 2001. *Analisis Investasi dan Manajemen Portofolio*. Edisi Pertama. Yogyakarta, BPFE.